

医疗专业工程龙头 受益医院建设发展

尚荣医疗
002551

投资要点

- 公司本次 IPO 计划公开发行人 2,050 万股，募投项目主要包括智能自控手术室技术改造、研发中心建设、营销网络建设及其他与主营业务相关的项目。
- 公司作为国内医疗专业工程领域的领军企业，主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，为医院提供规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务。近年来，以洁净手术部为核心衍生的“医疗设备销售”、“医院后勤托管服务”等业务具有广阔的市场空间。
- 在新医改的大背景下，国内医院在未来 10 年通过新建、改建、扩建的方式，增加卫生资源的供应是医院发展的必然趋势。公司凭借 10 余年的行业经验和技術累积、主攻高端市场的明确地位、特色的买方信贷服务等优势，加之多年来良好的社会关系维护，将受益于医院建设的黄金发展期。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.72 元、1.19 元和 2.05 元。公司作为国内医疗器械与工程建筑交叉领域最早的市场开拓者和领军者之一，鉴于公司所处行业良好的市场前景及公司在行业中的地位和优势，综合医疗器械上市公司的估值水平，我们认为公司的合理价位在 41.65 元-47.60 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 35-40 倍。

首次 不评级

分析师：袁舰波，屈朕

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052, S0630208010053

联系信息：

yjb@longone.com.cn

qy@longone.com.cn

联系人：李惜浣

010-59707110

日期

分析：2011 年 02 月 11 日

价格

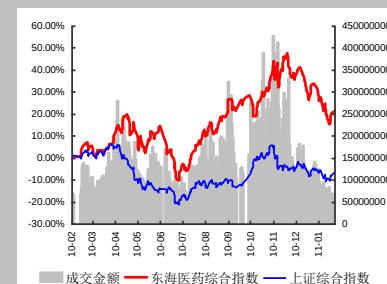
预测发行价：42 元

预测上市价：47.6 元

发行数据

发行前总股本(万股)	6,150
本次发行股数(万股)	2,050
发行后总股本(万股)	8,200

医药行业相对上证综指走势图



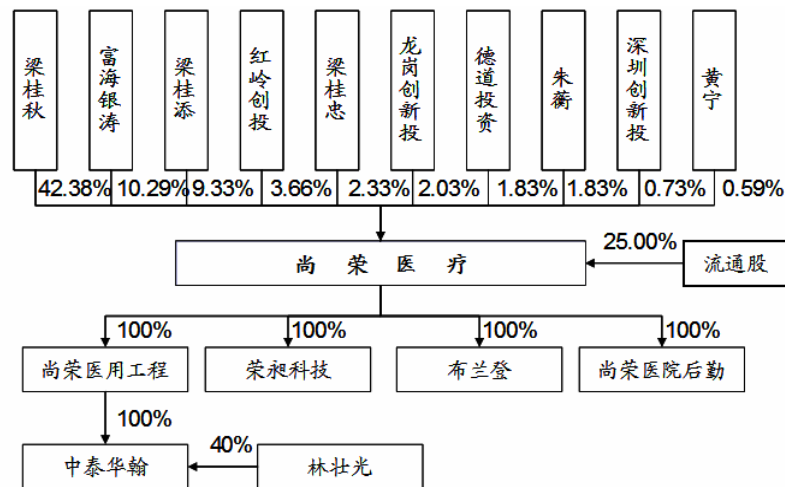
1、 公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司是一家家族创业型企业，公司创始人、董事长梁桂秋先生在本次发行前持有公司 3,475 万股股份，占发行人总股本的 56.51%，为公司的控股股东和实际控制人，

本次计划发行 2,050 万股股票，占发行后公司总股本的 25%。发行后，梁桂秋先生仍然为公司的控股股东和实际控制人，梁桂秋及其亲属共持有公司 54.04%的股份。

图 1：IPO 后尚荣医疗股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司作为国内医疗专业工程领域的领军企业，主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，具体包括医疗专业工程(如手术室、ICU、实验室、化验室、医用气体工程等)的规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务。现已形成了以“以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案”为主、以“医疗设备销售”、“医院后勤托管服务”为补充的业务结构。

2、 公司所处行业情况

公司主要从事以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，根据深圳市医疗器械行业协会及其他相关政府部门的说明，本公司隶属于医疗器械行业下的医疗专业工程行业。由于 2001 年中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》中没有此细分行业分类，公司现隶属于建筑业中的装修装饰行业(E05)。

2.1 我国医院建设的发展趋势

目前，我国医院卫生资源供给低于医疗服务需求的矛盾不断突出，主要表现在医疗资源紧缺且分布不均、

老旧医院的规划设计不合理、老旧医院设备配置不能满足医学及医院管理的发展等方面。通过新建、改建、扩建的方式，增加医院卫生资源的供应是医院发展的必然趋势。

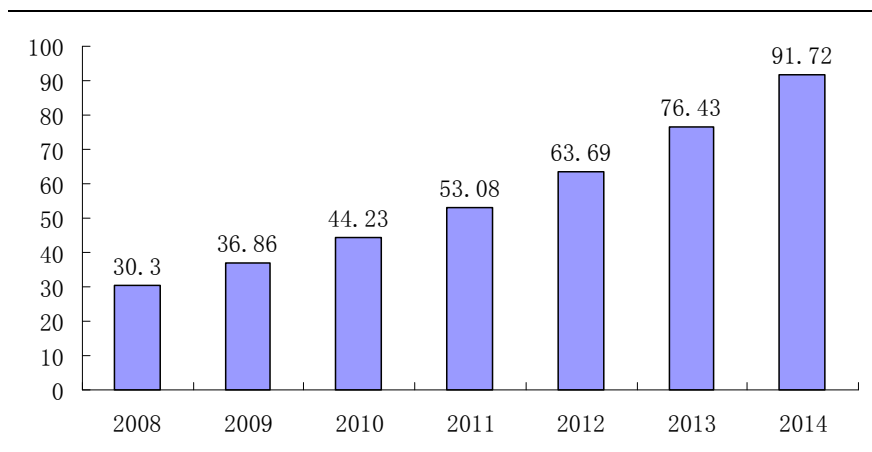
据统计，国内 80% 的医院存在改扩建问题，20% 需要新建。随着医院建设旺盛时期的到来，手术室作为标准化医院建设的必然组分将迎来黄金发展期。

2.2 医院手术室新建、扩建市场

新增洁净手术室主要来源于医院的新建及扩建带来的增量。根据《中华人民共和国卫生部综合医院建筑设计规范》(实行)要求，医院手术间数按外科病床计算，每 25-30 床设置一间手术室；教学医院和以外科为重点的医院，每 20-25 床宜设置一间手术室。

由于洁净手术室能够有效除去空气中的尘埃和微生物，减少外源性院内感染，提高手术成功率，得到了卫生部门、医院和社会的认可，近年来新建手术室中洁净手术室的比重呈逐年上升趋势。据公司估计，08-09 年手术室建设中分别有 70%、75% 为洁净手术室；新建手术室中洁净手术室的规模不低于 30 亿元/年。随着我国医院建设的快速发展和洁净手术室的逐步普及，预计未来五年我国新建洁净手术室将保持不低于 20% 的增速。

图 2：公司预测 2008-2014 年我国新增洁净手术室市场规模



单位：亿元；资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.3 医院手术室改建、更新市场

2002 年 11 月，我国颁布了《医院洁净手术部建筑技术规范》，规定了医院洁净手术部在设计、施工和验收等方面的标准要求。目前我国有超过 80% 的医院建设于 2000 年及以前，早期建成的手术室主要存在手术室所用材料不合新规范要求、无空气净化系统、控制系统落后等问题。此外，基于设备设施的使用年限及医学、医疗设备等学科进步的推动，洁净手术室平均每 10 年需要更新一次。

公司根据我国社会经济及医学的发展趋势判断，洁净手术室在未来 10 年将逐步取代现有普通手术室，而手术室的平均使用寿命约为 10 年，则 2009 年底我国各类医院现有的 11 万间手术室将在未来 10 年间至少进行一

次改建或更新，以每间手术室改建或更新的费用为60万元计算，未来10年间现有手术室改建及更新的规模达660亿元。

3、 公司核心竞争能力分析

3.1 经过十余年历练的行业领军者

公司自1998年成立以来一直专注于以洁净手术部为核心的医疗专业工程领域，是国内此领域最早的市场开拓者和领军者之一。经过十余年的发展，公司的业务已遍布全国各省；服务过的大型综合医院近200家，建造手术室数量超过1,000间。公司丰富的行业经验和技術累积，加之多年来良好的社会关系维护，使公司在工程招标过程中优势明显。

3.2 市场定位明确，主攻高端市场

面对行业内低端市场竞争日益激烈的局面，公司市场定位明确——主攻全国范围内的地市级以上高端医院市场。公司投标的项目规模一般都在200万元以上，重点承接大型综合性项目。集“医院智能自控手术室、ICU病房建设，医疗设备配置，科室医疗专业装饰装修，设备运维”一体化的大型综合性项目合同不断增长。

2007年至2010年上半年，公司共承接医院技术工程项目71家，其中，三级医院39家，占55%。由于三级医院在国内多级医疗体系中的示范带头作用，对于公司开展其他类型医院业务也具有推动作用。

3.3 资金实力保障买方信贷服务

买方信贷是公司的特色服务之一，由公司提供买方信贷额度和贷款保证担保，银行放款专项用于经营状况良好、资金紧缺的医院购买公司的产品或服务。

由于医院项目对资金的要求较高，一方面项目资金需求量大，结算周期较长，现金流分布不均；另一方面，部分地区财政投入下拨进度与医院的资金需求进度不匹配。公司提供的买方信贷资金解决了可能因上述原因造成的项目进展缓慢的问题，保障了项目的顺利开展。

3.4 洁净手术部为中心的衍生业务逐渐展开

公司在医疗专业工程建设过程中发现的很多衍生业务机会，诸如医疗设备和医疗器械类代理采购、托管医院的后勤、帮助医院进行硬件升级等业务。经过多年的摸索与发展，目前公司已形成了以“以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案”为主、以“医疗设备销售”、“医院后勤托管服务”为补充的业务结构。

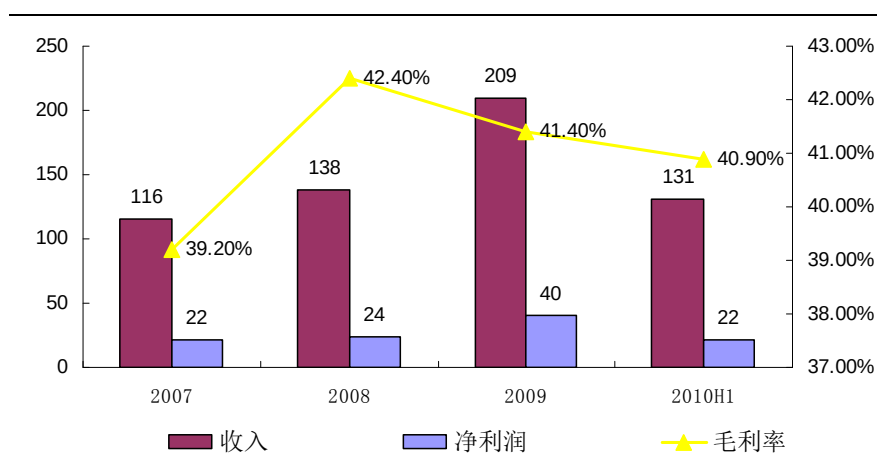
随着公司核心业务的快速增长以及营销网络的逐渐完善，也为以洁净手术部为中心的衍生业务带来了快速发展的机遇。公司现拥有多个医疗器械产品文号，已经为未来开拓自身业务提前布局。

4、 公司财务分析

4.1 主营业务保持快速增长

公司的主营业务主要由医药医疗专业工程、医疗设备销售、医院后勤托管服务及其他业务（主要是软件销售）4 部分构成。以洁净手术部为核心的医疗专业工程是公司的主要业务，2009 年占公司收入和毛利的比重分别为 81%、85%。近年来，公司主营业务收入、利润均保持快速增长。

图 3：2007-2010H1 年公司收入、净利润及毛利率情况

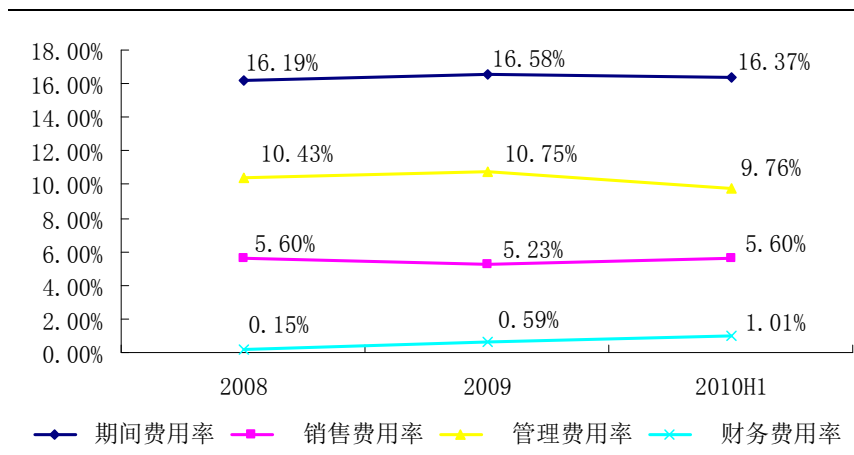


资料来源：wind、东海证券研究所

4.2 期间费用控制良好

08 年以来，公司期间费用的控制情况良好，财务费用率有所上升同时管理费用率稳重有降，总费用率保持平稳。

图 4：2007-2010H1 年公司期间费用情况



资料来源：wind、东海证券研究所

5、 公司主要风险

5.1 未来订单不确定风险

虽然目前公司订单数量充足，但若市场竞争环境发生变化，或产能扩大情况下市场营销网络建设未能达到预期等情况发生，都将使公司面临未来订单情况不确定的风险。

5.2 买方信贷服务风险

买方信贷是公司的特色服务之一，虽然公司以及银行将对医院的经营状况、财务状况进行系统评估后，确认医院在未来能够及时还款的条件下，公司才提供买方信贷服务；同时银行对贷款进行全程监管，保证贷款专项用于购买公司的产品及服务；且公司自 2003 年开展买方信贷服务至今，未发生医院不能偿还银行贷款的情形，但仍存在政府财政拨款不及时和医院资金周转困难致使不能及时偿还银行贷款，从而导致公司承担连带担保责任的风险。

6、 募集资金投向

公司本次IPO计划公开发行2,050万股，募投项目主要包括智能自控手术室技术改造、研发中心建设、营销网络建设及其他与主营业务相关的项目。募集资金具体投向如下：

表 1：募投项目情况

项目名称	投资总额（万元）	原有产能/年	新增产能/年	预计达产时间
智能自控手术室技术改造项目	13,537	170 套	430 套	2013 年
研发中心建设项目	6,290		-	2012 年
营销网络建设项目	4,878		-	2011 年
其他与主营业务相关的营运资金项目	-		-	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

目前，公司手术室部品部件的产能利用率已近 100%，随着洁净手术室的逐步普及以及医院新建、改建、扩建，未来五年内，我国洁净手术室将保持不低于 20% 的增长速度，产能不足已严重制约了公司业务的进一步发展。智能自控手术室技术改造项目计划在三年内，实现现有智能自控手术室产品的升级换代和新增年产 430 套的手术室部品部件，达到年产 600 套手术室部品部件的生产能力。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、未来 2 年销售费用略有上升
- 2、公司税收政策保持不变
- 3、募投项目如期达产

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.53 元、0.77 元和 1.00 元。

表 2：尚荣医疗盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13807	20851	30071	52948	94712
增长率	18.6%	51.0%	44.2%	76.1%	78.9%
营业成本	7953	12227	17646	31146	57282
营业税金及附加	392	636	902	1853	3315
销售费用	774	1091	1804	3600	6630
管理费用	1440	2242	2857	6089	10892
财务费用	21	124	354	495	413
营业利润	2876	4674	5308	8765	15181
营业外收入	(18)	48	50	50	50
利润总额	2858	4722	5358	8815	15231
所得税费用	396	771	964	1587	2742
归属于母公司净利润	2412	3988	4435	7296	12606
EPS（摊薄）	0.61	0.65	0.72	1.19	2.05

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司作为国内医疗器械与工程建设交叉领域最早的市场开拓者和领军者之一，在 200 多个医院洁净手术部工程建设的成功案例中积累了丰富的经验，鉴于公司所处行业良好的市场前景及公司在行业中的地位和优势，综合医疗器械上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 41.65 元-47.60 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 35-40 倍。

作者简介

袁舰波：东海证券医药行业高级分析师，南京大学理学学士，复旦大学 MBA，拥有十多年的医药及证券行业从业经历，具备丰富的营销、管理及证券分析经验，对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。重点跟踪公司：益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

屈昶：东海证券医药行业分析师，中山大学硕士，主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。重点跟踪公司：浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗。

评级定义

市场指数评级

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897